

# 利差检验报告

2023 年

 **东方金诚国际信用评估有限公司**  
GOLDEN CREDIT RATING INTERNATIONAL Co.,Ltd.

## 信用利差

我们采用描述性统计分析或 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验法对 2023 年全市场主要券种进行信用利差分析。其中，非金融企业信用债包括样本量居多的 270 天超短期融资券、1 年期短期融资券、3/5 年期中期票据、7 年期企业债、3/5 年期公司债。在此基础上，我们剔除了含担保的、上市两周内无交易的短期融资券、含有提前还款条款的中期票据和公司债等，以考察主体级别或债项级别与利差的关系。

### （一）地方政府债

**2023 年地方政府债发行规模较上年出现较大幅度增长，一般债和专项债发行规模均增长明显**

2023 年，地方政府债共发行 2382 只，较上年同期增加 11.05%，发行额总计 99468.50 亿元，较上年同期增长 35.23%。其中地方政府一般债券发行只数为 498 只，较上年同期增长 21.17%，发行规模为 34313.74 亿元，同比增长 53.46%；地方政府专项债发行只数为 1884 只，同比增长 8.65%，发行规模为 65154.76 亿元，同比增加 27.27%。

### 地方政府债发行利率、平均发行利差同比下降

从定价角度来看，2023 年，地方政府债发行利率有所降低。地方政府债平均发行利率为 2.90%，较上年同期下降 10.80 个 BP；平均发行利差为 13.62BP，较上年同期下降 1.13 个 BP。

其中，地方政府一般债券的平均发行利率为 2.77%，较上年同期下降 4.27 BP，平均发行利差为 13.53 BP，较上年同期下降 1.65 个 BP；地方政府专项债券的平均发行利率为 2.94%，较上年同期下降 12.24 个 BP，平均发行利差为 13.65BP，较上年下降 0.99 个 BP。

**图表 1: 2023 年全市场各期限地方政府债一般债券发行利差情况**

发行期限	发行只数:只	发行规模:亿元	平均票面利率:%	平均发行利差:BP
2	1	3.00	2.29	9.27
3	60	3200.50	2.50	11.80
5	127	8333.06	2.65	12.98
7	146	10453.97	2.83	12.91
10	148	11891.60	2.88	15.27
15	6	167.93	3.07	15.99
20	1	64.84	3.27	15.06
30	9	198.84	3.17	12.97

数据来源: Wind, 东方金诚整理

**图表 2: 2023 年全市场各期限地方政府专项债券发行利差情况**

发行期限	发行只数:只	发行规模:亿元	平均票面利率:%	平均发行利差:BP
1	2	10.50	2.34	10.25
2	5	130.01	2.37	4.06
3	60	3164.16	2.44	8.14
5	194	8943.71	2.65	11.81
7	243	7156.11	2.81	11.90
10	428	12079.49	2.87	15.15
15	326	9243.02	3.02	15.17
20	336	11684.13	3.09	15.99
30	290	12743.62	3.18	11.03

数据来源: Wind, 东方金诚整理

## (二) 非金融企业信用债

一、二级市场各信用等级对主要债券品种的风险区分度整体上较为良好

2023 年一级市场和二级市场各信用等级对 270 天超短期融资券、1 年期短期融资券、3 年中期票据和 3/5 年期公司债的发行利差和交易利差的区分度良好。

**图表 3: 2023 年全市场主要券种发行利差统计分析**

券种	统计变量	AAA	AA+	AA
270 天超短期融资券	最大值	551.70	573.00	590.47
	最小值	0.81	12.31	48.00
	中位数	55.31	90.82	138.53

	标准差	104.12	114.77	118.53
	变异系数	1.16	0.83	0.63
1 年期短期融资券	最大值	568.64	559.82	480.30
	最小值	32.08	36.72	67.36
	中位数	90.52	121.01	130.11
	标准差	98.46	117.94	102.68
	变异系数	0.75	0.71	0.59
	3 年期中期票据	最大值	449.88	526.52
最小值		25.52	54.90	86.74
中位数		81.78	131.02	196.88
标准差		63.97	83.71	107.82
变异系数		0.63	0.53	0.48
5 年期中期票据	最大值	502.53	146.35	96.74
	最小值	33.82	81.63	96.74
	中位数	81.88	110.23	96.74
	标准差	44.88	20.52	-
	变异系数	0.50	0.18	-
7 年期企业债	最大值	148.65	462.44	420.79
	最小值	67.95	84.98	418.95
	中位数	86.98	186.91	419.87
	标准差	36.42	146.18	1.30
	变异系数	0.37	0.69	-
3 年期公司债	最大值	443.09	529.37	575.05
	最小值	24.41	52.79	81.39
	中位数	83.55	137.13	246.54
	标准差	55.36	91.86	134.92
	变异系数	0.57	0.55	0.47
5 年期公司债	最大值	164.77	349.99	496.67
	最小值	51.26	77.04	298.19
	中位数	84.10	140.63	401.12
	标准差	24.80	46.14	55.97
	变异系数	0.27	0.31	0.14

注：1、超短和短融对应级别指的是主体级别，其余券种为债项级别。

2、样本筛选条件如下：（1）超短融考虑发行起息日期在统计期的无担保 270 天债券；（2）短融考虑发行起息日期在统计期的 1 年期固定利率企业短期融资券（不包括证券公司短融，剔除有担保、上市两周内无交易的短期融资券）；（3）中期票据考虑发行起息日在统计期内非金融企业发行的无担保的 3 年期和 5 年期中期票据，不包括集合票据、浮动利率中期票据、含有提前还款条款的中期票据、含有调整票面利率条款但不含选择权的累进利率中期票据以及永续中期票据；（4）企业债考虑发行起息日在统计期内非金融企业发行的无担保的 7 年期企业债，不包括集合债券、永续企业债、政府支持债券和浮动利率企业债；（5）公司债考虑发行起息日在统计期内非金融企业发行的无担保的 3 年期和 5 年期公司债，不包括永续债券、浮动利率公司债、含有提前还款条款的公司债、含有调整票面利率条款但不含选择权的累进利率公司债。

3、对于存在选择权的，期限为选择权之前的期限，例如 3+2，期限为 3。

4、对于中期票据和公司债券样本选择上，选择主体级别处于有效期的存续债券，且剔除了有担保等增

信措施的样本，同时视上述无增信措施的中期票据和公司债券的信用级别等同于其主体级别。

5、下同

数据来源：Wind，东方金诚整理

**图表 4：2023 年全市场主要券种交易利差统计分析**

券种	统计变量	AAA	AA+	AA
270 天超短期融资券	最大值	553.98	783.77	590.94
	最小值	0.06	13.13	44.79
	中位数	55.98	90.80	142.39
	标准差	103.65	117.72	119.96
	变异系数	1.16	0.84	0.64
1 年期短期融资券	最大值	567.90	630.52	476.91
	最小值	32.97	36.95	66.81
	中位数	91.75	119.87	132.60
	标准差	98.61	119.70	102.56
	变异系数	0.75	0.72	0.59
3 年期中期票据	最大值	450.03	529.87	477.83
	最小值	28.90	56.04	84.16
	中位数	81.61	130.72	201.15
	标准差	63.84	83.79	107.88
	变异系数	0.62	0.53	0.48
5 年期中期票据	最大值	501.50	149.22	95.53
	最小值	33.73	80.39	95.53
	中位数	82.70	108.24	95.53
	标准差	44.96	21.36	-
	变异系数	0.50	0.19	-
7 年期企业债	最大值	147.54	462.63	419.29
	最小值	72.90	84.31	417.62
	中位数	87.47	189.64	418.46
	标准差	34.50	146.20	1.18
	变异系数	0.35	0.69	0.00
3 年期公司债	最大值	444.99	528.28	574.78
	最小值	21.65	50.56	81.61
	中位数	84.97	137.83	246.33
	标准差	55.20	91.64	134.93
	变异系数	0.56	0.55	0.47
5 年期公司债	最大值	169.32	348.66	496.09
	最小值	52.36	76.24	297.58
	中位数	85.48	141.30	401.58
	标准差	24.69	46.36	55.86
	变异系数	0.27	0.32	0.14

数据来源：Wind，东方金诚整理

为剔除样本量差异的影响，我们使用 Mann-Whitney U 检验方法对主要券种的各主体级别间发行利差和交易利差是否存在显著性差异进行检验。相关检验情况见下表。

**图表 5：2023 年全市场非金融企业信用债 Mann-Whitney U 检验结果**

券种类别	利差类别	AAA 与 AA+	AA+与 AA
270 天超短期融资券	发行利差	差异显著	差异显著
	交易利差	差异显著	差异显著
1 年期短期融资券	发行利差	差异显著	差异显著
	交易利差	差异显著	差异显著
3 年期中期票据	发行利差	差异显著	差异显著
	交易利差	差异显著	差异显著
5 年期中期票据	发行利差	差异显著	样本不足
	交易利差	差异显著	样本不足
7 年期企业债	发行利差	样本不足	样本不足
	交易利差	样本不足	样本不足
3 年期公司债	发行利差	差异显著	差异显著
	交易利差	差异显著	差异显著
5 年期公司债	发行利差	差异显著	差异显著
	交易利差	差异显著	差异显著

数据来源：Wind，东方金诚整理

东方金诚所评各信用等级对一、二级市场主要券种的风险水平具有较好的区分度

针对东方金诚所评债券的主体级别或债项级别与利差的关系进行分析发现，2023 年一级市场和二级市场上发行人主体信用等级或债项信用等级对 270 天超短期融资券、1 年期短期融资券、3 年期中期票据、3 年期公司债的发行利差和交易利差存在较好的区分度。

**图表 6：2023 年东方金诚各公开券种发行利差统计结果<sup>1</sup>**

券种	统计变量	AAA	AA+	AA
270 天超短期融资券	最大值	79.23	149.36	-
	最小值	24.68	37.37	-
	中位数	62.57	96.92	-
	标准差	18.43	36.83	-

<sup>1</sup> 上述统计范围为经东方金诚确认的发行债项。

	变异系数	0.31	0.36	-
1年期短期融资券	最大值	153.73	419.45	155.04
	最小值	67.09	49.71	114.10
	中位数	95.84	153.15	135.51
	标准差	36.60	117.98	21.23
	变异系数	0.35	0.72	0.16
3年期中期票据	最大值	293.08	377.73	119.75
	最小值	59.41	62.42	119.75
	中位数	93.34	100.50	119.75
	标准差	62.89	83.84	-.
	变异系数	0.52	0.64	-
5年期中期票据	最大值	106.18	-	-
	最小值	79.17	-	-
	中位数	103.68	-	-
	标准差	14.92	-	-
	变异系数	0.15	-	-
7年期企业债	最大值	-	-	420.79
	最小值	-	-	420.79
	中位数	-	-	420.79
	标准差	-	-	-
	变异系数	-	-	-
3年期公司债	最大值	143.30	204.73	412.24
	最小值	64.24	108.47	412.24
	中位数	94.40	134.52	412.24
	标准差	29.14	43.55	-.
	变异系数	0.29	0.30	-
5年期公司债	最大值	82.97	-	-
	最小值	75.20	-	-
	中位数	79.09	-	-
	标准差	5.49	-	-
	变异系数	0.07	-	-

数据来源：Wind，东方金诚整理

图表 7：2023 年东方金诚各公开券种交易利差统计分析

券种	统计变量	AAA	AA+	AA
270 天超短期融资券	最大值	78.65	148.80	-
	最小值	21.85	37.54	-
	中位数	63.21	96.78	-
	标准差	18.36	36.39	-
	变异系数	0.31	0.36	-
1 年期短期融资券	最大值	156.19	420.08	152.04
	最小值	66.52	40.97	114.96
	中位数	97.03	154.12	134.37

	标准差	37.78	118.40	20.71
	变异系数	0.36	0.67	0.15
3 年期中期票据	最大值	293.08	377.40	118.46
	最小值	56.39	61.30	118.46
	中位数	92.99	102.18	118.46
	标准差	63.00	83.05	. -
	变异系数	0.53	0.63	-
	5 年期中期票据	最大值	104.01	-
最小值		81.38	-	-
中位数		103.08	-	-
标准差		12.81	-	-
变异系数		0.13	-	-
7 年期企业债	最大值	-	-	417.62
	最小值	-	-	417.62
	中位数	-	-	417.62
	标准差	-	-	-
	变异系数	-	-	-
3 年期公司债	最大值	140.88	208.63	413.43
	最小值	63.81	106.96	413.43
	中位数	95.65	134.91	413.43
	标准差	28.57	45.82	. -
	变异系数	0.29	0.31	-
5 年期公司债	最大值	83.43	-	-
	最小值	74.41	-	-
	中位数	78.92	-	-
	标准差	6.38	-	-
	变异系数	0.08	-	-

数据来源：Wind，东方金诚整理

接下来使用 Mann-Whitney U 检验方法对主要券种的各主体级别间发行利差和交易利差是否存在显著性差异进行检验。相关检验情况见下表。

**图表 8：2023 年东方金诚非金融企业信用债 Mann-Whitney U 检验结果**

券种类别	利差类别	AAA 与 AA+	AA+与 AA
270 天超短期融资券	发行利差	差异显著	样本不足
	交易利差	差异显著	样本不足
1 年期短期融资券	发行利差	样本不足	样本不足
	交易利差	样本不足	样本不足
3 年期中期票据	发行利差	差异不显著	样本不足
	交易利差	差异不显著	样本不足
5 年期中期票据	发行利差	样本不足	样本不足



	交易利差	样本不足	样本不足
7 年期企业债	发行利差	样本不足	样本不足
	交易利差	样本不足	样本不足
3 年公司债	发行利差	差异显著	样本不足
	交易利差	差异显著	样本不足
5 年公司债	发行利差	样本不足	样本不足
	交易利差	样本不足	样本不足

数据来源：Wind，东方金诚整理